

A influência dos indicadores contábil-financeiros nos preços das ações ordinárias, no curto prazo

Marinês Taffarel (UFPR/UNICENTRO) - marinestaffarel@yahoo.com.br

Ademir Clemente (UFPR) - ademir@ufpr.br

Alceu Souza (PUCPR) - alceu.souza@pucpr.br

Resumo:

O presente artigo se situa no campo de estudo sobre a importância das informações disponibilizadas pela Contabilidade para o mercado acionário. O objetivo é mostrar em que medida os indicadores contábil-financeiros são significativos, no curto prazo, para explicar o valor das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). A metodologia da pesquisa, quanto aos objetivos, é descritiva e explicativa; quanto aos procedimentos utilizados, é bibliográfica, documental e estudo de eventos. A abordagem do problema é quantitativa, aplicando-se Análise de Correlação, Componentes Principais, Regressão Linear Múltipla e Análise de Dados em Painel. A amostra é formada por 24 empresas, selecionadas a partir da participação na carteira teórica do Índice BOVESPA (IBOVESPA). A variável dependente é o preço de fechamento diário das ações Ordinárias em diferentes datas e as variáveis independentes são 16 indicadores contábil-financeiros. O período de análise se estende de 01/01/1998 a 31/03/2008, totalizando 41 trimestres. Os resultados indicam que o Retorno do preço de 30 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis em relação ao preço na data de fechamento de cada trimestre é o modelo que melhor representa os efeitos dos indicadores contábil-financeiros sobre os preços das ações ordinárias. Esta constatação sinaliza que o mercado reage de forma relativamente lenta à publicação dos resultados das empresas, o que está de acordo com os estudos que atribuem nível de eficiência fraca ao mercado brasileiro.

Palavras-chave: *Informação Contábil. Indicadores Contábil-financeiros. Preços das Ações Ordinárias.*

Área temática: *Custos como ferramenta para o planejamento, controle e apoio a decisões*

A influência dos indicadores contábil-financeiros nos preços das ações ordinárias, no curto prazo

Resumo

O presente artigo se situa no campo de estudo sobre a importância das informações disponibilizadas pela Contabilidade para o mercado acionário. O objetivo é mostrar em que medida os indicadores contábil-financeiros são significativos, no curto prazo, para explicar o valor das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). A metodologia da pesquisa, quanto aos objetivos, é descritiva e explicativa; quanto aos procedimentos utilizados, é bibliográfica, documental e estudo de eventos. A abordagem do problema é quantitativa, aplicando-se Análise de Correlação, Componentes Principais, Regressão Linear Múltipla e Análise de Dados em Painel. A amostra é formada por 24 empresas, selecionadas a partir da participação na carteira teórica do Índice BOVESPA (IBOVESPA). A variável dependente é o preço de fechamento diário das ações Ordinárias em diferentes datas e as variáveis independentes são 16 indicadores contábil-financeiros. O período de análise se estende de 01/01/1998 a 31/03/2008, totalizando 41 trimestres. Os resultados indicam que o Retorno do preço de 30 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis em relação ao preço na data de fechamento de cada trimestre é o modelo que melhor representa os efeitos dos indicadores contábil-financeiros sobre os preços das ações ordinárias. Esta constatação sinaliza que o mercado reage de forma relativamente lenta à publicação dos resultados das empresas, o que está de acordo com os estudos que atribuem nível de eficiência fraca ao mercado brasileiro.

Palavras-chave: Informação Contábil. Indicadores Contábil-financeiros. Preços das Ações Ordinárias.

Área Temática: Controladoria

1 Introdução

Diversas são as informações e variáveis que podem impactar o mercado de capitais, como a taxa de juros, as expectativas dos agentes, os níveis de governança corporativa e, o que é de especial interesse neste caso, a informação contábil. A informação contábil é considerada um mecanismo de comunicação da situação econômica e financeira das empresas em determinado momento, bem como, de suas condições presentes e perspectivas.

Destacando a utilidade da Contabilidade como fonte de informações o Pronunciamento N.2 do *Financial Accounting Standards Board* (FASB) explica que apesar de a Contabilidade não ser a única fonte de informação utilizada pelos responsáveis em suas decisões de financiamentos e investimentos, todos os relatórios financeiros estão vinculados de forma direta com diversos níveis de tomada de decisões. (FASB, 1980)

O *status* da Contabilidade como linguagem dos negócios e fornecedora de informações depende diretamente de avaliações empíricas que possibilitem a verificação efetiva da utilização dos números contábeis por seus usuários. Portanto, o reconhecimento cada vez mais comum do papel dos mercados de capitais para o desenvolvimento econômico, aumenta a importância de estudos que contribuem para o entendimento do comportamento e formação de preços nestes mercados e do papel da informação contábil nesse processo. (IUDICIBUS; LOPES, 2004)

Yamamoto e Salotti (2006, p. 1) referem as “[...] dificuldades encontradas para explicar quais variáveis contábeis impactam, de fato, os preços das ações, de que forma isso acontece ou com que intensidade e em que tempo”. Mas, não é somente isso, além da informação contábil, outras variáveis macroeconômicas impactam os preços das ações e por consequência, o valor de mercado das empresas.

Portanto, faz-se necessário e relevante avaliar a efetiva utilidade da informação contábil, verificando empiricamente os efeitos que provoca nos preços das ações. Para tanto, adota-se a seguinte questão norteadora: **em que medida os indicadores contábil-financeiros explicam, no curto prazo, os preços das ações ordinárias no mercado acionário brasileiro?**

O objetivo consiste em investigar as relações existentes, no curto prazo, entre o processo de divulgação dos demonstrativos contábeis e o valor das ações ordinárias, no mercado acionário brasileiro.

O artigo está estruturado em cinco seções. Após esta introdução, o referencial teórico-empírico é estabelecido. A terceira seção trata da metodologia. Na quarta seção, os resultados são mostrados e analisados e, na quinta seção, são apresentadas as conclusões.

2 Referencial teórico-empírico

Esta seção apresenta o referencial teórico-empírico e está voltado à Contabilidade como fonte de informação especialmente para os usuários externos.

2.1 Informação contábil

Beaver (1968) considera que a informação consiste em uma mudança de expectativa em relação ao resultado de um evento. Na área contábil, a informação não deve apenas proporcionar alteração nas expectativas dos investidores, mas deve ser suficientemente grande para induzir a uma modificação do comportamento em relação à decisão a ser tomada.

Yamamoto e Salotti (2006, p.5) explicam que a informação contábil é entendida como a que modifica o conhecimento de seu usuário em relação à empresa, compreendendo aspectos econômico-financeiros, físicos e de produtividade.

O Pronunciamento N. 1 do FASB, denominado *Statement of Financial Accounting Concepts* (SFAC) de 1978, estabelece que as informações disponibilizadas pela Contabilidade e os relatórios financeiros devem assumir características de utilidade para acionistas, efetivos e em potencial, credores e outros usuários, buscando auxiliar decisões racionais de investimentos, créditos e demais informações semelhantes. (FASB, 1978)

Embora as decisões reflitam expectativas dos acionistas e dos credores sobre o desempenho futuro da empresa, estas expectativas são baseadas geralmente, ou pelo menos em parte, em avaliação de desempenho passado da empresa. “Sem o conhecimento do passado, a base para uma predição geralmente estará faltando. Sem o interesse no futuro, o conhecimento do passado é estéril” (FASB, 1980, tradução nossa).

De acordo com a estrutura conceitual do *International Accounting Standards Board* (IASB), de 2001, corroborado com o Pronunciamento Conceitual Básico do CPC (2008) os objetivos das demonstrações financeiras vão de encontro às necessidades comuns da maior parte dos usuários. Contudo, estas não proporcionam toda a informação de que os usuários possam necessitar, uma vez que as demonstrações financeiras, em grande parte, retratam os efeitos financeiros de acontecimentos passados e não proporcionam necessariamente informação não financeira. (IASB, 2001); (CPC, 2008)

Para Beaver (1968) o processo de divulgação dos resultados das empresas contém informações à medida que conduzem a uma mudança dos investidores em relação aos preços de mercado. Neste sentido, as mudanças nos preços devem ser maiores por ocasião da divulgação dos relatórios anuais do que em outros períodos decorrentes do ano.

2.2 Informação contábil e mercado de capitais

A informação pode ser considerada a ferramenta mais importante do mercado, uma vez que todos os agentes envolvidos necessitam se informar para movimentarem seus negócios. As empresas que atuam neste ambiente são altamente regulamentadas, justamente para garantir os direitos dos investidores e evitar as denominadas informações privilegiadas.

A Contabilidade está envolvida diretamente neste processo, pois a publicação de seus demonstrativos busca atender à necessidade de informação de seus usuários para que possam tomar decisões. Para Hendriksen e Van Breda (1999), no mercado de capitais a informação contábil é necessária para suprir a necessidade de alocação de recursos, juntamente com o estabelecimento dos preços dos títulos que refletem as relações entre risco e retorno.

No entanto, a quantidade e a qualidade da informação contida nos demonstrativos contábeis é objeto de controvérsias. A informação, de modo geral, chega ao mercado financeiro “[...] atrasada, incorreta e enganosa, assim como os preços que saem dos mesmos são estimativas exageradas do valor verdadeiro.” Apesar dos diversos problemas que envolvem a informação no mercado financeiro, estes possuem a contribuição fundamental de agregar o montante de informações “[...] a respeito das condições presentes e das perspectivas futuras, com uma única medida - o preço das ações” (DAMODARAN, 2002, p. 41).

As pesquisas relacionadas à informação contábil e o mercado de capitais foram realizadas predominantemente em países desenvolvidos, em que a estrutura de financiamento das empresas possui maior concentração no mercado de capitais. Essa não é ainda uma realidade no Brasil, pois o mercado de capitais apresenta várias particularidades, como a estrutura de financiamento voltada para o mercado bancário e o controle acionário concentrado em poucos acionistas.

Conforme Okimura (2003), no mercado de capitais brasileiro existe a presença predominante do acionista controlador, com concentração de aproximadamente 76% das ações com direito a voto. Cavalhal (2004) corrobora este entendimento afirmando que as empresas brasileiras, em média, são controladas por seus três maiores acionistas.

2.3 Reação do mercado à divulgação das informações contábeis

Sob o paradigma positivo da Teoria Contábil, existe uma relação central entre as informações disponibilizadas pela Contabilidade e os preços dos títulos negociados em Bolsas de Valores. Os números disponibilizados pela Contabilidade são vistos como relevantes somente se apresentarem impactos claros e objetivos nas decisões econômicas dos usuários. (BEZERRA; LOPES, 2004)

Bezerra e Lopes (2004, p. 136) referem que: “[...] para avaliar se a informação contábil apresenta informação nova para o mercado é necessário investigar se na data do anúncio (ou em um período de tempo próximo ao do anúncio) da informação contábil ocorreram variações importantes nos preços.”

As primeiras pesquisas empíricas que buscaram estudar a reação do mercado de capitais em relação à divulgação das informações contábeis foram realizadas por Ball e Brown (1968) cujos resultados indicam que os preços das ações apresenta variação na mesma direção do lucro, portanto, a informação dos resultados contida nos relatórios anuais das empresas é útil e pode explicar os preços das ações no mercado. A pesquisa constatou, ainda, que a maior parte das informações contidas nos demonstrativos contábeis é antecipada pelo mercado, ou seja, são percebidas antes da publicação dos relatórios, evidenciando que a divulgação das demonstrações contábeis é apenas uma das muitas informações utilizadas pelos investidores. O poder de explicação dos preços das ações pelas informações contábeis foi de aproximadamente 20%.

Embora existam estudos que comprovam a relação entre a divulgação dos demonstrativos contábeis e o valor de mercado das empresas, permanece a dúvida sobre se estes são significativos para explicar a oscilação dos valores. Bezerra e Lopes (2004, p.136) ressaltam que:

[...] o simples relacionamento entre a variação no lucro da empresa e a variação no preço das ações não é per si uma prova razoável de que a informação é relevante para o mercado. Para avaliar se a informação contábil apresenta informação nova para o mercado é necessário investigar se na data do anúncio (ou em um período de tempo próximo ao anúncio) da informação ocorrem variações importantes nos preços.

No Brasil, o fortalecimento do Mercado de Capitais tem incentivado o desenvolvimento de estudos relacionados à divulgação de informações contábeis e a reação do mercado. A Figura 1 sintetiza as principais pesquisas realizadas no Brasil a respeito da influência das informações contábeis sobre o mercado de capitais.

AUTOR	PERÍODO	CONCLUSÕES
Lopes (2002)	1995-9	Os números contábeis são significativamente relevantes para explicar os preços dos títulos; o poder de explicação concentra-se no patrimônio líquido.
Sarlo Neto <i>et al.</i> (2003)	1990-02	As variações dos preços das ações preferenciais seguem a mesma direção dos resultados contábeis o que confirma a relevância das informações contábeis para os investidores. Para as ações ordinárias somente a carteira com retornos negativos seguiram na mesma direção dos resultados divulgados.
Lima e Terra (2004)	1995-02	Indicação que os retornos anormais das ações no dia da divulgação dos demonstrativos financeiros são estatisticamente insignificantes. Percepção de retornos anormais significativos referentes ao resultado do exercício, indicando que a natureza da informação divulgada é relevante para o mercado confirmar ou não as suas expectativas.
Sarlo Neto (2004)	1995-02	Os resultados contábeis divulgados representam uma importante fonte de informação para os investidores, demonstrando que a contabilidade exerce o seu papel de redutora da assimetria informacional no mercado acionário brasileiro.
Lopes <i>et al.</i> (2005)	1990-02	Evidências que as variações dos preços das ações preferenciais acompanham a mesma direção dos resultados divulgados.
Dantas <i>et al.</i> (2006)	2001-04	Indicação que a alavancagem operacional é estatisticamente relevante para explicar o retorno das ações e que a relação é positiva.
Loriato e Gomes (2006)	2000-04	As divulgações contábeis anuais trazem informações relevantes para o mercado brasileiro provocando um aumento no volume de ações negociadas, especialmente no entorno da semana do anúncio.
Silva e Fávero (2007)	2005-06	O mercado entende que quanto maior o custo da dívida maior é a alavancagem financeira e conseqüentemente melhor é o resultado da empresa.
Scarpin <i>et al.</i> (2007)	2005	Evidências que a data e publicação das demonstrações contábeis trazem reflexos nos preços das ações e no volume dos negócios.
Costa Jr. <i>et al.</i> (2007)	1995-07	Existência de causalidade na direção do retorno contábil para o retorno de mercado a um nível marginal de 10%.
Santos (2008)	2000-07	A reação entre os componentes do lucro contábil e os preços das ações, não demonstrou significância estatística para a variação de receitas e o retorno das ações, ao contrário das variações de despesas, que se mostraram significativas.

Figura1. Informação contábil e reação do mercado de capitais no Brasil

Os resultados das pesquisas realizadas no mercado acionário brasileiro, conforme a Figura 1, indicam em sua maioria, que as informações contábeis são significativas para explicar os preços das ações. No entanto, não é possível detectar, ainda, em que medidas essas informações são importantes e que variáveis contábeis exercem influência nas decisões dos investidores.

3 Metodologia

De acordo com os objetivos propostos, esta pesquisa é classificada como descritiva e explicativa. Em relação aos procedimentos foram selecionados a pesquisa bibliográfica, a pesquisa documental e o estudo de eventos.

Os eventos estudados são o fechamento de trimestre e a publicação dos demonstrativos contábeis de empresas listadas no mercado da BOVESPA. São considerados os preços das ações ordinárias na data de fechamento do trimestre e nas datas defasadas em relação à data de publicação dos demonstrativos contábeis: 30, 15 e 5 dias antes da publicação, data da publicação, 5, 15 e 30 dias após a publicação, no período compreendido de 01/01/1998 a 31/03/2008.

O estudo aplica a abordagem quantitativa das informações, com a utilização de Análise de Correlação, Componentes Principais, Regressão Linear Múltipla e Análise de Dados em Painel.

3.1 Seleção dos dados

O período de análise se estende de 01 de janeiro de 1998 a 31 de março de 2008, totalizando 41 trimestres. A amostra foi selecionada de acordo com os seguintes critérios: 1 - As empresas que participaram do Ibovespa em dezembro de 1997, e também em dezembro de 2007, 2 - As empresas que dispunham de dados de preços, pelo menos, 10 dias por mês durante o período de amostragem. O objetivo do segundo critério é selecionar ações ordinárias, com alta liquidez, requisito necessário para capturar a variação dos preços.

A Figura 2 apresenta as empresas selecionadas para a pesquisa.

N.º	EMPRESA	N.º	EMPRESA
1	ALPARGATAS	13	LOJAS RENNEN
2	ARACRUZ	14	PERDIGÃO
3	BRADESCO	15	PETROBRAS
4	BRASIL	16	SABESP
5	CEMIG	17	SADIA
6	CESP	18	SID NACIONAL
7	COPEL	19	SOUZA CRUZ
8	ELETOBRAS	20	TELEMAR
9	ITAUBANCO	21	TELEMAR N L
10	KLABIN	22	TELESP
11	LIGHT S.A	23	TIM PARTICIPAÇÕES
12	LOJAS AMERICANAS	24	VALE DO RIO DOCE

Figura 2. Empresas Selecionadas

3.2 Definição das variáveis e das fontes dos dados

Esta pesquisa utiliza dados secundários, coletados junto à Base da Económica Software de Apoio a Investidores LTDA. Foram coletados os demonstrativos contábeis trimestrais e a cotação diária (preço de fechamento) das ações das empresas selecionadas.

A variável dependente é o preço de fechamento diário das ações ordinárias, referido alternativamente às seguintes datas: fechamento do trimestre; preços defasados em relação à data de publicação em 30 dias, 15 dias e 5 dias antes; data de publicação dos demonstrativos;

30 dias antes da publicação; 15 dias antes; 5 dias antes; data de publicação; 5 dias depois; 15 dias depois; 30 dias depois, totalizando 8 observações de preços em cada trimestre.

As variáveis independentes são os indicadores contábil-financeiros, extraídos do Balanço Patrimonial e da Demonstração do Resultado do Exercício das empresas.

Os indicadores são definidos com base em Luchesa (2004), como mostra a Figura 3.

N.º	DENOMINAÇÃO DO INDICADOR	FÓRMULA
01	Liquidez imediata	$\frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}}$
02	Liquidez Seca	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Despesas Antecipadas}}{\text{Passivo Circulante}}$
03	Liquidez Corrente	$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$
04	Liquidez Geral	$\frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Ativo Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$
05	Capital Circulante Líquido sobre Vendas	$\frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante}}{\text{Vendas}}$
06	Endividamento Geral	$\frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Ativo Total}}$
07	Rotação do Capital Próprio	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
08	Imobilização do Capital Próprio	$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
09	Medida de Estabilidade	$\frac{\text{Imobilizado}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$
10	Margem Bruta	$\frac{\text{Vendas} - \text{Custo dos Produtos Vendidos}}{\text{Vendas}}$
11	Margem Operacional	$\frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Vendas}}$
12	Margem Líquida	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas}}$
13	Rentabilidade do Patrimônio Líquido	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$
14	Rentabilidade do Ativo	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$
15	Giro do Ativo	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Total}}$
16	Giro do Imobilizado	$\frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo Permanente}}$

Figura 3. Indicadores Selecionados

4 Apresentação e análise dos dados

Primeiramente, foram construídos os 16 indicadores contábil-financeiros das 24 empresas selecionadas, para os 41 trimestres considerados. Na seqüência, foi realizada uma depuração nos indicadores com a exclusão de valores atípicos, aproximadamente 5% do total. Então, uma primeira análise da relação entre os indicadores contábil-financeiros e os preços das ações consistiu em extrair, rotacionar e interpretar os componentes principais dos

referidos indicadores para todas as empresas e realizar uma primeira avaliação da força e da natureza da mencionada relação.

A análise em busca da relação entre os indicadores contábeis e os preços das ações foi aprofundada, com nova depuração a exclusão de empresas atípicas. A estrutura de componentes principais de cada empresa foi comparada com a estrutura obtida para o grupo de empresas, e, então, foram excluídas as empresas claramente atípicas, de forma iterativa: a cada exclusão, novos componentes eram estimados para o grupo remanescente e novas comparações eram realizadas. Como resultado, foram excluídas as ações ordinárias das empresas Klabin e Light.

Na seqüência, novos componentes principais foram obtidos, efetuando-se rotação VARIMAX com Normalização Kaiser. Os resultados constam nas Tabelas 1 e na Figura 4.

Tabela 1: Componentes Principais

INDICADORES	COMPONENTES				
	1	2	3	4	5
Liquidez Imediata	-0,0538	0,5095	0,4202	-0,3827	0,4002
Liquidez Seca	-0,2479	0,6018	0,3071	-0,0240	0,5428
Liquidez Corrente	0,1442	0,1919	0,2221	-0,4074	0,7423
Liquidez Geral	-0,0310	0,8937	0,1134	0,1875	0,0829
CCL sobre Vendas	0,1216	0,0191	-0,1857	0,0930	0,8138
Endividamento Geral	0,2132	-0,2324	-0,8312	-0,1620	0,0306
Rotação do Pat. Líquido	0,6759	0,0852	-0,3779	-0,4186	0,0643
Imobilização do Pat. Líq.	-0,0869	-0,8448	-0,0153	-0,0619	0,0169
Medida Estabilidade	-0,1433	-0,7241	0,5004	0,0278	-0,1811
Margem Bruta	0,1633	-0,0945	0,7363	0,1855	0,0576
Margem Operacional	-0,0956	0,1228	0,2324	0,8041	-0,1051
Margem Líquida	0,0145	0,0978	0,1395	0,8882	0,0024
Rentabilidade Pat. Líquido	0,8512	-0,1290	-0,1107	0,1938	0,0640
Rentabilidade do Ativo	0,8054	-0,0919	0,3917	0,2274	0,0455
Giro do Ativo	0,7451	0,0716	0,1862	-0,4171	0,1389
Giro do Imobilizado	0,7288	0,3476	-0,3065	-0,2241	-0,0351

Os componentes principais das empresas, de acordo com as variáveis mais significativas, foram nomeados da seguinte forma: Componente 1 - Atividade; Componente 2 - Liquidez Geral; Componente 3 - Saúde Financeira ; Componente 4 - Margem; Componente 5 - Liquidez Corrente.

A Figura 4 mostra o *Scree Plot* que confirma a existência de 5 componentes principais relevantes.

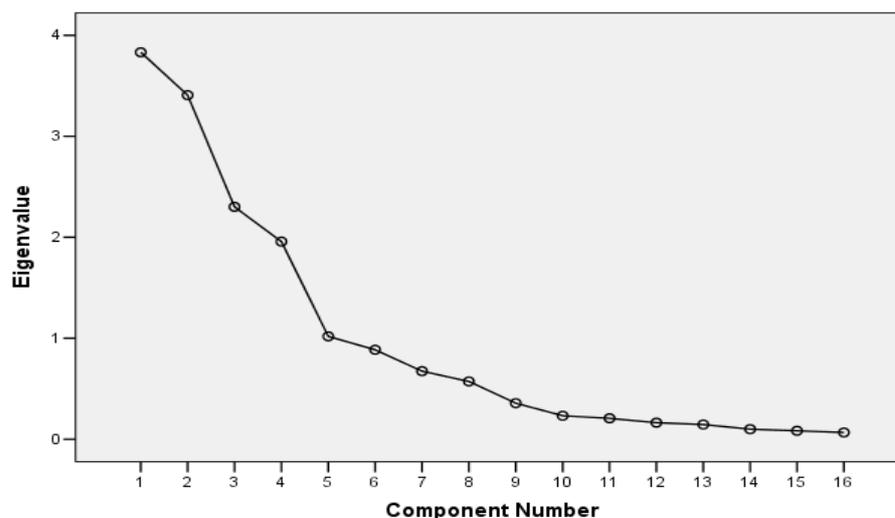


Figura 4. *Scree plot* - Componentes Principais - ações ON

A variação captada pelos 5 componentes principais representa 78,31%. O Componente 3 foi denominado Saúde Financeira devido às suas fortes relações com as duas variáveis mais expressivas na sua composição: Margem Bruta e Endividamento. A Margem Bruta é positivamente relacionada, enquanto o Endividamento é negativamente relacionado.

Deste ponto em diante, passa-se a considerar a possibilidade de os indicadores contábil-financeiros originais serem substituídos pelos seus componentes principais, porque os indicadores originais apresentam forte multicolinearidade, comprovada pelos níveis de tolerância e pelos fatores de inflação da variância.

A análise foi aprofundada pela reconstrução por meio de logaritmos naturais, tanto das variáveis de preços das ações como das variáveis de indicadores contábil-financeiros e suas principais dimensões. No entanto os resultados obtidos não apresentaram evidências estatísticas da relação entre os indicadores contábil-financeiros e o valor das ações.

Diante dos resultados obtidos até este ponto, passou-se a admitir modelos de grande abrangência com os quais foram desenvolvidos experimentos que virtualmente exaurem todas as possibilidades de relação entre as informações contábeis e os preços das ações. Os referidos modelos abrangentes foram especificados como segue:

a) Variáveis Dependentes

Foram selecionadas três datas de referência para os preços das ações:

- PREÇO DE FECHAMENTO DO TRIMESTRE;
- PREÇO DE 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO;
- PREÇO DE 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO.

A seleção das datas de fechamento do trimestre, de 5 dias após a publicação dos demonstrativos financeiros e de 30 dias após a mencionada publicação tem em vista considerações relativas à eficiência do mercado e, portanto, admite diferentes possibilidades quanto à velocidade com que as variações nos indicadores contábil-financeiros poderiam se refletir nos preços das ações.

Dessa forma, podem-se associar as diferentes datas a que estão referidos os preços às três formas de eficiência de mercado propostas por Fama (1970), como segue:

- PREÇO DE FECHAMENTO DO TRIMESTRE: relacionado com a Forma Forte de eficiência de mercado, em que os preços das ações reflete todas as informações relevantes, publicadas ou não.

• **PREÇO DE 5 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO:** representa rápida resposta à publicação, relacionado com a eficiência Semi-forte, em que os preços se ajustam ou incorporam as informações publicadas.

• **PREÇO DE 30 DIAS APÓS A PUBLICAÇÃO:** representa resposta relativamente lenta à publicação, relacionado com a Forma Fraca de eficiência, em que a informação passada é incorporada aos preços.

As formulações alternativas das variáveis dependentes se referem a Diferenças Absolutas e Diferenças Percentuais de Preços das Ações nos trimestres, e são especificadas na Figura 5.

CÓDIGO	ESPECIFICAÇÃO	FÓRMULA
Y ₁	Diferença primeira do preço de fechamento do trimestre.	$Y_1 = P_{F,t} - P_{F,t-1}$
Y ₂	Retorno do preço de fechamento do trimestre.	$Y_2 = P_{P+5} - P_F$
Y ₅	Diferença entre preço de 5 dias após a publicação e preço de fechamento.	$Y_5 = P_{P+5} - P_F$
Y ₆	Retorno do preço de 5 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento.	$Y_6 = \frac{P_{P+5} - P_F}{P_F}$
Y ₇	Diferença entre preço 30 dias após a publicação e preço de fechamento.	$Y_7 = P_{P+30} - P_F$
Y ₈	Retorno do preço 30 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento.	$Y_8 = \frac{P_{P+30} - P_F}{P_F}$
Y ₉	Desvio da diferença entre preço 5 dias após a publicação e preço de fechamento em relação à média.	$Y_9 = (P_{P+5} - P_F) - (\bar{P}_{P+5} - \bar{P}_F)$
Y ₁₀	Desvio do retorno do preço 5 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento, em relação à média.	$Y_{10} = \left(\frac{P_{P+5} - P_F}{P_F} \right) - \left(\frac{\bar{P}_{P+5} - \bar{P}_F}{\bar{P}_F} \right)$
Y ₁₁	Desvio da diferença entre preço 30 dias após a publicação e preço de fechamento, em relação à média.	$Y_{11} = (P_{P+30} - P_F) - (\bar{P}_{P+30} - \bar{P}_F)$
Y ₁₂	Desvio do retorno do preço 30 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento, em relação à média.	$Y_{12} = \left(\frac{P_{P+30} - P_F}{P_F} \right) - \left(\frac{\bar{P}_{P+30} - \bar{P}_F}{\bar{P}_F} \right)$

Figura 5. Especificações alternativas da variável dependente

b) Variáveis Independentes

As variáveis independentes foram reespecificadas e passaram a ser representadas também por variações absolutas e relativas, tanto dos indicadores contábil-financeiros originais como dos seus componentes principais, de acordo com as formulações apresentadas na Figura 6, que sempre se referem ao fechamento do trimestre:

ESPECIFICAÇÃO	FÓRMULA
Primeira diferença	$X = I_t - I_{t-1}$
Variação percentual	$X_p = \frac{I_t - I_{t-1}}{I_{t-1}}$
Desvio em relação à média.	$X = I_t - \bar{I}_t$
Desvio Percentual em relação à média.	$X_p = \frac{I_t - \bar{I}_t}{\bar{I}_t}$

Figura 6. Especificações alternativas das variáveis independentes

As variáveis independentes passaram a ser em número de 105, ou seja, 16 indicadores contábil-financeiros originais com 4 transformações cada, e 5 componentes principais também com 4 transformações cada.

4.1 Resultados das Regressões

Foram efetuadas regressões sobre os componentes principais e suas transformações, total de 25 variáveis independentes. Nesta fase, foram inseridas *dummies* aditivas e multiplicativas para as empresas e para os trimestres, conforme a equação:

$$Y_{it} = \alpha \left(\sum_{i=1}^N D_{emp} + \sum_{t=1}^T D_{trim} \right) + \beta_1 \left(\sum_{i=1}^N D_{emp} + \sum_{t=1}^T D_{trim} \right) X_1 + \dots + \beta_{25} \left(\sum_{i=1}^N D_{emp} + \sum_{t=1}^T D_{trim} \right) X_{25} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

A Figura 7 apresenta o número de *dummies* aditivas e multiplicativas construídas para as regressões:

EMPRESAS	TRIMESTRES	DUMMIES ADITIVAS DE EMP.	DUMMIES ADITIVAS DE TRIM.	DUMMIES MULTIPLICAT. DE EMPRESAS	DUMMIES MULTIPLICAT. DE TRIMESTRES
22	41	21	40	525	1000

Figura 7. Número de *dummies* aditivas e multiplicativas construídas.

As *dummies* multiplicativas de empresas e de trimestres foram obtidas a partir das 25 variáveis representadas pelos componentes principais e suas transformações. Foram estabelecidos os códigos D para *dummies* aditivas e DM para *dummies* multiplicativas, seguidos da identificação das empresas ou dos trimestres a que se referem.

As regressões foram realizadas pelo Método *Stepwise*, aplicando-se a probabilidade de F de 1% para entrada e de 2% para remoção. O teste de Durbin-Watson foi utilizado para autocorrelação dos resíduos.

4.2 Seleção do modelo mais significativo

Nesta etapa da pesquisa foi selecionado o modelo de regressão melhor que atendeu aos seguintes quesitos: maior poder explicativo, indicado pelo coeficiente de determinação ajustado; ausência de autocorrelação residual; inclusão dos componentes principais e suas transformações como variáveis significativas. Dessa forma, foi selecionado o modelo Y_8 - Retorno do preço de 30 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento.

As regressões passaram a incluir *dummies* multiplicativas de empresas e de trimestres para as variáveis explicativas - componentes principais e suas transformações - que se haviam mostrado significativas, conforme mostra Figura 8.

VARIÁVEIS SIGNIFICATIVAS	DUMMIES ADITIVAS DE EMP.	DUMMIES ADITIVAS DE TRIM.	DUMMIES MULTIPLICAT. DE EMP.	DUMMIES MULTIPLICAT. DE TRIM.
C1 - ATIVIDADE C5 - LÍQUIDEZ CORR C5 - LÍQ CORR - DM	21	40	63	120

Figura 8. Número de variáveis e *dummies* inseridas nas regressões.

Os resultados obtidos para o modelo Y_8 são mostrados na Tabela 2.

Tabela 2 : Retorno do preço de 30 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento ($R^2_{aj} = 0,29$; $DW=1,98$; $N=730$)

Variáveis	Coefic. Beta	Erro Padrão	Beta Padroniz.	t	Sig.	Estatística de Colinearidade	
						Tolerância	VIF
(Constante)	0,0437	0,0078		5,5904	0,0000		
D_T4	0,3585	0,0439	0,2579	8,1733	0,0000	0,9823	1,0180
D_T2	-0,2763	0,0427	-0,2044	-6,4635	0,0000	0,9784	1,0221
D_T32	0,2217	0,0414	0,1726	5,3610	0,0000	0,9435	1,0599
D_T23	0,2178	0,0415	0,1654	5,2513	0,0000	0,9862	1,0140
D_T22	0,1812	0,0414	0,1376	4,3757	0,0000	0,9893	1,0108
D_T18	-0,1623	0,0438	-0,1168	-3,7035	0,0002	0,9836	1,0167
D_T37	0,1361	0,0417	0,1034	3,2638	0,0012	0,9749	1,0258
D_T25	-0,1225	0,0428	-0,0906	-2,8644	0,0043	0,9776	1,0229
C5_LC	0,0315	0,0070	0,1502	4,5248	0,0000	0,8880	1,1261
D_T14	-0,1216	0,0437	-0,0875	-2,7795	0,0056	0,9881	1,0120
DMC5_LC_T32	-0,1019	0,0314	-0,1046	-3,2479	0,0012	0,9428	1,0607
DMC5_LC_T23	-0,1720	0,0567	-0,0958	-3,0368	0,0025	0,9836	1,0167
D_T40	-0,1341	0,0411	-0,1044	-3,2665	0,0011	0,9572	1,0448
C1_Atividade	0,0243	0,0070	0,1159	3,4700	0,0006	0,8770	1,1402
D_T5	0,1322	0,0467	0,0895	2,8337	0,0047	0,9812	1,0191
DMC5_T9	-0,1038	0,0376	-0,0879	-2,7577	0,0060	0,9639	1,0374
D_T7	0,1273	0,0464	0,0861	2,7430	0,0062	0,9919	1,0082

Os resultados obtidos para o modelo Y_8 , que se refere ao Retorno do preço de 30 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis em relação ao preço de fechamento do trimestre, mostram ser esse o que representa com propriedade os efeitos dos indicadores contábil-financeiros sobre os preços das ações. O modelo foi o único em que emergiram como significativas as variáveis representadas pelos componentes principais, conforme mostra a Tabela 2.

Para o Modelo Y_8 , o Componente de Liquidez Corrente, que é formado basicamente pelos indicadores de Liquidez Corrente e Capital Circulante Líquido sobre as Vendas, e o Componente de Atividade, em que se destacam os indicadores de Rentabilidade do

Patrimônio Líquido, Rentabilidade do Ativo, Giro do Ativo e Giro do Imobilizado, associados às *dummies* aditivas e multiplicativas de trimestres, que continuaram a evidenciar especificidades fortes, foram capazes de abarcar 29% da variação total dos preços das ações.

Os resultados indicam ausência quase absoluta de multicolinearidade, conforme os valores obtidos para Tolerância e VIF. A estatística de Durbin-Watson, igual a 1,98, permite rejeitar a hipótese de autocorrelação residual de primeira ordem. A análise de autocorrelação residual realizada com base em correlograma também não mostrou nenhuma indicação de auto-regressividade estatisticamente significativa, como pode ser observado na Figura 9.

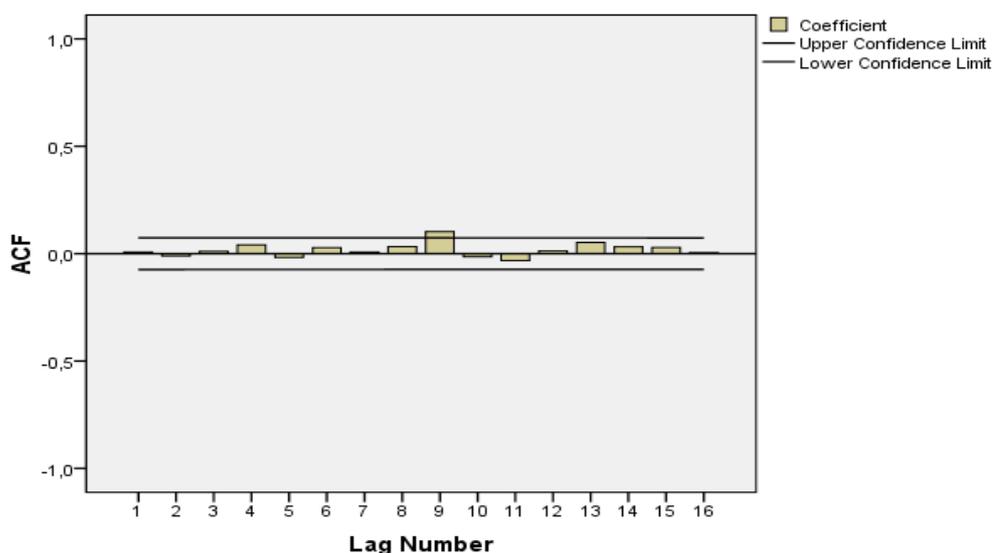


Figura 9. Correlograma de autoregressividade dos resíduos para o modelo Y_8

O fato de a formulação de Y_8 ter surgido como a mais significativa para as ações em estudo, pode ser interpretado como indicativo de que o mercado reage de forma relativamente lenta às informações contidas nos demonstrativos contábeis, entre as quais se destacam as relativas à liquidez de curto prazo e ao nível de atividade.

As variáveis $C5_LC$ (Componente de Liquidez Corrente) e $C1_Atividade$ (Componente de Atividade), presentes na equação estimada para Y_8 , mostram que aumentos de 1 unidade nestas variáveis causam, em média, variações de 0,032 e 0,024, respectivamente; que representam variações de 3,2% e 2,4% no preço de 30 dias após a publicação em relação ao preço de fechamento do trimestre.

Considerando que foram observados 41 trimestres, a presença de 12 *dummies* aditivas de trimestre na equação de Y_8 torna evidente que a forma como os indicadores contábil-financeiros influenciam os preços das ações ordinárias depende em grande medida de fatores conjunturais que caracterizam cada trimestre.

5 Conclusões

Neste artigo mostra-se em que medida os indicadores contábil-financeiros, extraídos dos demonstrativos financeiros trimestrais, são significativos, no curto prazo, para explicar o valor das empresas listadas na BOVESPA. Os estudos já desenvolvidos sobre o assunto não proporcionam indicações claras, apesar da grande relevância para a Contabilidade e para os agentes econômicos.

Os resultados indicam que o Retorno do preço de 30 dias após a publicação dos demonstrativos contábeis em relação ao preço na data de fechamento de cada trimestre é o modelo que melhor representa os efeitos dos indicadores contábil-financeiros sobre os preços das ações ordinárias. Esta constatação sinaliza que o mercado reage de forma relativamente

lenta à publicação dos resultados das empresas, o que está de acordo com os estudos que atribuem nível de eficiência fraca ao mercado brasileiro. As variáveis que se mostraram significativas foram o Componente Principal de Liquidez Corrente, formado pelos indicadores de Liquidez Corrente e Capital Circulante Líquido sobre as Vendas, e o Componente Principal de Atividade, que representa os indicadores de Rentabilidade do Patrimônio Líquido, Rentabilidade do Ativo, Giro do Ativo e Giro do Imobilizado.

O fato de emergirem 12 variáveis *dummies* aditivas de trimestres indica que, em determinados períodos do estudo, fatores conjunturais influenciaram fortemente o mercado e, por conseqüência, os preços das ações, como no período inicial das análises, em que emergiram as *dummies* dos Trimestres 2, 4, 5, 7 e 9, (referentes às datas de: 30/06/1998; 31/12/1999; 31/03/1999; 30/09/1999 e 31/03/2000, respectivamente) que podem ter relações, por exemplo, com a desvalorização do real em janeiro de 1999 e conseqüente alta dos juros neste período.

Apesar de os indicadores vinculados à Liquidez Corrente e Atividade das empresas abarcarem 29% da variação dos preços das ações ordinárias, o que, *a priori*, poderia ser considerado um baixo potencial de explicação, este percentual, mesmo analisado de forma isolada, é expressivo para a Contabilidade, e, portanto, pode ser considerado uma aproximação válida de sua utilidade para o mercado.

Como limitação da pesquisa, ressalta-se que para as análises puderam ser consideradas apenas 24 empresas que apresentaram cotação dos preços das ações ordinárias, de forma ininterrupta, durante o período de Janeiro de 1998 a Março de 2008, restringindo-se assim, os resultados obtidos para as empresas e o período estudado. Destaca-se, ainda, que o estudo não objetivou investigar que variáveis macroeconômicas exercem influência sobre os preços das ações.

Referências

BALL, R.; BROWN, P. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research*, v. 6, n. 2 p. 159-178, Aut. 1968.

BATISTELLA, F. D.; CORRAR, L. J.; BERGMANN, D. R.; AGUIAR, A. B. Retornos de Ações e Governança Corporativa: Um Estudo de Evento. 4º Congresso de Controladoria e Contabilidade, 2004. Disponível em: www.congressouspt.fipecafi.org/artigo42004/48.pdf. Acesso em: 12/01/2008.

BEAVER, W. H. The information content of earning announcements empirical research in accounting: select studies. *Journal of Accounting Research*, v. 6, (Supplement), p. 67-92, 1968.

BEZERRA, LF. A.; LOPES, A. B. Lucro e Preço das Ações. In: IUDICIBUS, S. de.; LOPES, A. B. (coord.). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em: www.bovespa.com.br. Acessos de: maio de 2008 a maio de 2010.

CARDOSO, R. L.; MARTINS, V. A. Hipótese de Mercado Eficiente e Modelo de Precificação de Ativos Financeiros. In: IUDICIBUS, S. de.; LOPES, A. B. (coord.). *Teoria Avançada da Contabilidade*. São Paulo: Atlas, 2004.

CAVALHAL da SILVA, A. L. Governança corporativa, valor, alavancagem e política de dividendos das empresas brasileiras. Revista de Administração- USP. São Paulo, v. 39, n.4, 2004.

CHEN, P.; ZHANG, G. How do accounting variables explain stock price movements? Theory and evidence. Journal of Accounting and Economics. 2007. n.43, p. 219–244.

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Conceitual Básico: Estrutura Conceitual para a Elaboração e Apresentação das Demonstrações Contábeis. CPC, 2008. Disponível em: http://www.cpc.org.br/pdf/pronunciamento_conceitual.pdf. Acesso em: 20/11/2008.

COSTA JR. N. C.; MEURER, R.; CUPERTINO, C. M. Existe Alguma Relação entre Retornos Contábeis e Retornos do Mercado de Ações no Brasil? Revista Brasileira de Finanças. 2007, v. 5, n. 2, p. 233–245. Disponível em: <http://virtualbib.fgv.br/ojs/index.php/rbfin/article/viewFile/1170/261>. Acesso em: 20/01/2009.

DAMODARAN, A. Finanças Corporativas Aplicadas. Tradução de: RITTER, Jorge. Porto Alegre: Bookman, 2002.

DANTAS, J. A.; MEDEIROS, O. R.; LUSTOSA, P. R. Reação do mercado à alavancagem operacional: um estudo empírico no Brasil. Revista de Contabilidade e Finanças – USP, São Paulo, n. 41, p. 72 – 86. Mai./Ago. 2006.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of theory and empirical Work. The Journal of Finance, v. 25, n. 2, Dec. 28 - 30, 1969, p. 383 – 417, May 1970.

FINANCIAL ACCOUNTING STANDARDS BOARD. Statement of accounting concepts No. 1 Objectives of Financial Reporting by Business Enterprises. FASB, 1978.

_____. Statement of Financial Accounting Concepts No. 2 Qualitative Characteristics of Accounting Information. FASB, 1980.

HENDRIKSEN, E. S.; VAN BREDa, M. F. Teoria da Contabilidade. Tradução de SANVICENTE, Antônio Zoratto. São Paulo: Atlas, 1999.

INTERNATIONAL ACCOUNTING STANDARDS COMMITTEE. Framework for preparation and presentation of financial statements. Editado em abril de 1989. Adotado pelo IASB em abril de 2001. Disponível em: www.iasb.org. Acesso em: 13/12/2008.

IUDICIBUS, S. de.; LOPES, A. B. (coord.). Teoria Avançada da Contabilidade. São Paulo: Atlas, 2004.

LIMA, J. B. N. de; TERRA, P. R.S. A reação do mercado de capitais brasileiro à divulgação das informações contábeis. In: XXVIII ENANPAD. 2004. Curitiba. Anais do XXVII ENANPAD. 2004. v.1.

LIMA, G.A.S.F.; YAMAMOTO, M. M.;LIMA, I.S.; MALACRIDA, M. J. C. Um estudo da eficiência informacional do mercado acionário brasileiro. RIC - Revista de Informação

Contábil. v. 2, no 1, p. 1-18, jan-mar/ 2008. Disponível em:

<http://www.ufpe.br/ricontabeis/index.php/contabeis/article/viewFile/91/70>. Acesso: 14/01/2009.

LORIATO, A. G.; GOMES, L.L. Volumes Anormais de Negócios no Mercado Brasileiro de Ações em Função dos Anúncios Contábeis Anuais. 6º Congresso USP de Controladoria e Contabilidade. São Paulo. 2006. Disponível em :

www.congressoeac.locaweb.com.br/artigos62006/168.pdf. Acesso: 27/10/2008

LOPES, A. B.. A informação Contábil e o Mercado de Capitais. São Paulo: Pioneira Thomson Learning, 2002.

LOPES, A. B.; MARTINS, E. Teoria da Contabilidade uma nova abordagem. São Paulo: Atlas, 2005.

LOPES, A. B.; SARLO NETO, A.; TEIXEIRA, A. J. C.; LOSS, L. O diferencial no impacto dos resultados contábeis nas ações ordinárias e preferenciais no mercado brasileiro. Revista de Contabilidade e Finanças - USP. v.2, n. 37, 2005.

LUCHESA, C. J. Estudo da adequação dos índices da Análise Econômico-Financeira às empresas Florestais, utilizando métodos estatísticos Multivariados. Tese (Doutorado em Engenharia Florestal). Universidade Federal do Paraná. Curitiba. 2004.

SARLO NETO, A. A reação dos preços das ações à divulgação dos resultados contábeis: evidências empíricas sobre a capacidade informacional da contabilidade no mercado brasileiro. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). FUCAPE - Fundação Instituto Capixaba de Pesquisa em Contabilidade, Economia e Finanças, 2004.

SARLO NETO, A.; LOSS, L.; NOSSA, V.; TEICHEIRA, A. J. C. Uma Investigação sobre a Capacidade Informacional dos Lucros Contábeis no Mercado Acionário Brasileiro. Congresso USP Controladoria e Contabilidade, 2003, São Paulo,SP. Disponível em <http://www.fucape.br/admin/upload/centropesquisa/268.pdf> Acesso: 28/12/2008.

SCARPIN, J. E.; BOFF, M. L.; PINTO, J. A Relevância da Informação Contábil e o Mercado de Capitais: uma Análise Empírica das Empresas Listadas no Índice Brasil. Congresso USP de Contabilidade e Controladoria, 2007, São Paulo: FEA/USP, 2007. v. 7. p. 1-15.

SILVA, R. F. ; FÁVERO, L. P. L. . O impacto da divulgação das informações contábeis na variação do preço de ativos no mercado financeiro. In: 4º Congresso USP de Iniciação Científica em Contabilidade, São Paulo, 2007. Disponível em: www.congressosp.fipecafi.org/artigos72007/40.pdf. Acesso : 09/01/2009.

OKIMURA, R. T. Estrutura de propriedade, valor e desempenho das empresas no Brasil. 2003. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas). São Paulo: FEA/ USP, 2003.

YAMAMOTO, M. M.; SALOTTI, B. M.. Informação Contábil: estudos sobre a sua divulgação no mercado de capitais. São Paulo: Atlas, 2006.